

NAV: € 95,98	AuM: € 162.179.016	MTD: -2,64%	YTD: -7,37%
------------------------	------------------------------	-----------------------	-----------------------



Maandbericht

De Nederlandse aandelenmarkt deed in februari een stapje terug. De AEX-Index daalde met 3,1% naar 729,7, de Amsterdam Midkap Index daalde met 3,1% naar 1.026,9 en de Amsterdam SmallCap Index koerste 4,6% lager op 1.354,5.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund daalde in februari met 2,6% van € 98,58 naar € 95,98. Over de eerste twee maanden van 2022 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van -7,4% gerealiseerd.

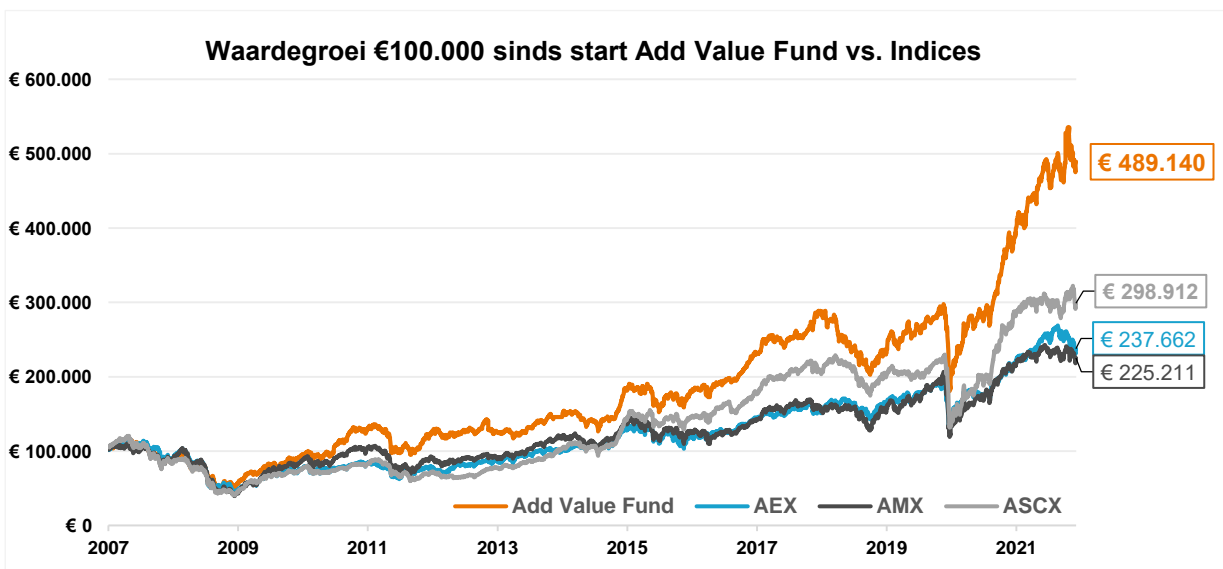
Het fondsvermogen per 28 februari 2022 bedroeg € 162,2 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 162,0 miljoen was belegd in 12 participaties. Er was per eind februari een creditsaldo en overige overlopende posten van 0,1% van het fondsvermogen.

- 1) In februari realiseerden 4 van de 12 participaties (= 33%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 8 van de 12 participaties (= 67%) een positieve koersperformance;
- 2) De afgelopen maand presteerde **Nedap** het best in de portefeuille. De onderneming rapporteerde sterke jaarresultaten, kwam met een fraai dividend en verwacht in 2022 verdere omzetgroei;
- 3) De zwakst presterende participatie in februari was **Flow Traders**. Sterke handelsinkomsten in Europa werden overschaduwed door teleurstellende resultaten in de Verenigde Staten.

Rendement



Top-3 weging in portefeuille	in %	Top-3 stijgers	in %	Top-3 dalers	in %
1. Hunter Douglas	19,3%	1. Nedap	3,5%	1. Flow Traders	-11,1%
2. ASM International	15,1%	2. Sif Holding	3,2%	2. Aalberts	-7,8%
3. BE Semiconductor Ind.	14,6%	3. BE Semiconductor Ind.	3,2%	3. ASM International	-4,6%



Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:

Fondsinformatie		AVF	AEX	AMX	ASCX	
Startdatum	1 februari 2007	cum.	389,1%	137,7%	125,2%	198,9%
Fondsvermogen	€ 162,2 mln	2022	-7,4%	-8,3%	-5,0%	-2,8%
Beurskoers	€ 96,27	2021	56,8%	30,6%	18,7%	23,8%
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 95,98	2020	20,4%	5,7%	5,1%	13,5%
Aantal uitstaande aandelen	1.689.645	2019	32,2%	28,5%	42,6%	20,5%
Beursnotering	Euronext Amsterdam	2018	-18,3%	-7,4%	-19,0%	-16,3%
Verhandelbaarheid	Iedere handelsdag	2017	26,7%	16,5%	24,7%	34,5%
Valuta	EUR	2016	14,9%	13,6%	0,8%	7,5%
ISIN Code	NL0009388743	2015	22,0%	7,4%	12,1%	38,7%
		2014	2,0%	8,7%	3,4%	18,3%
		2013	8,9%	20,7%	22,8%	30,3%
		2012	27,8%	14,0%	19,0%	11,3%
		2011	-20,3%	-8,9%	-24,6%	-21,0%
		2010	51,2%	9,2%	28,7%	16,4%
		2009	55,6%	41,9%	68,4%	52,0%
		2008	-43,1%	-50,3%	-50,5%	-50,8%
		2007	-3,2%	5,3%	-5,1%	-6,1%

Dividend	
Dividend (contant)	Jaarlijks
Laatst uitgekeerde dividend	€ 1,50
Ex-dividend datum	27 april 2021
Dividendbeleid en historie	Zie website

Rating	
Morningstar Rating Overall	★★★★★
Morningstar Analyst Rating	Neutral

Geannualiseerd rendement	1 jaar	3 jaar	5 jaar	10 jaar	sinds start
Add Value Fund	29,8%	28,2%	16,9%	14,9%	11,1%
AMX-index	7,7%	13,2%	10,1%	9,8%	5,5%

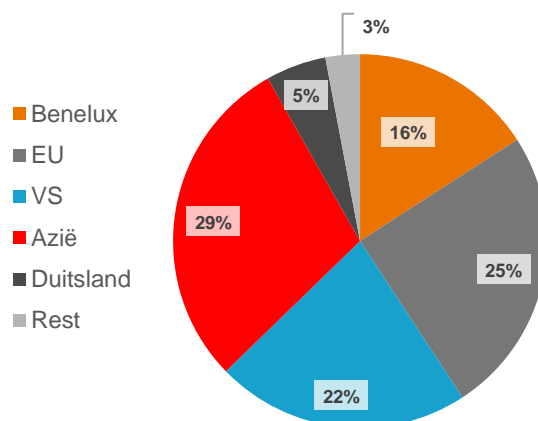
Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 28-02-2022. Na kosten.
Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie addvaluefund.nl/rendementen

Fondskarakteristieken	AVF	AMX
Schuld ratio	0,02	3,9
% Positieve maanden	63,2%	62,1%
% Positieve jaren	75,0%	68,8%
Maximale drawdown	-53,4%	-66,7%
% jaren outperformance	68,8%	
Active share vs. AMX	87,9%	
Standaard deviatie (10 jaar)	17,3%	17,6%
Top-3 holdings % van totaal	49,0%	27,0%
Alpha (5 jaar, geannualiseerd)	7,6%	
Alpha (sinds begin, geannualiseerd)	6,6%	
Beta (5 jaar)	0,96	
Beta (sinds begin)	0,86	
Sharpe ratio (5 jaar)	0,87	0,62
Sharpe ratio (sinds begin)	0,63	0,50

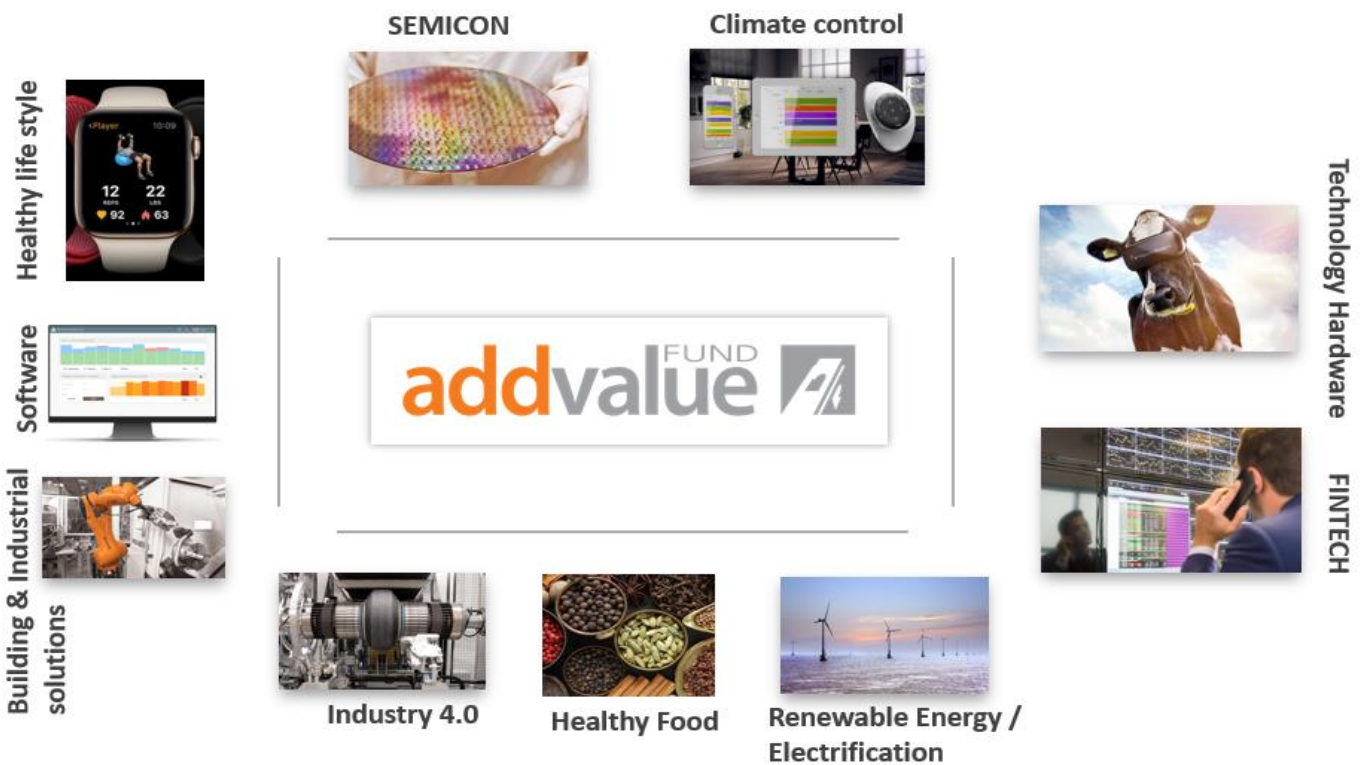
Samenstelling naar beurswaarde	AVF	AMX
> € 5 miljard	54,6%	42,9%
> € 2 miljard	8,9%	36,1%
> € 1 miljard	12,3%	19,4%
> € 500 miljoen	7,6%	1,6%
< € 500 miljoen	16,7%	0,0%

Waardering	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding ²⁰²¹	17,2	31,8
Koers/winst-verhouding ²⁰²²	15,3	13,7
Dividendrendement ²⁰²¹	3,0%	2,4%
Dividendrendement ²⁰²²	3,5%	3,0%

Omzetverdeling portefeuille




Portefeuille naar eindmarkt



Duurzaamheid

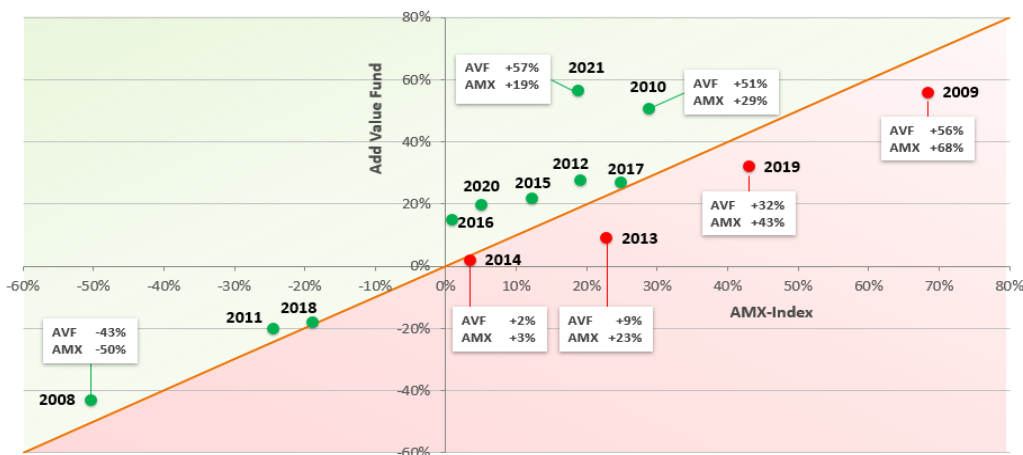
Add Value Fund Management, beheerder van Add Value Fund, erkent haar verantwoordelijkheden als gedelegeerd belegger in beursgenoteerde Nederlandse small- en midcapaandelen. Add Value Fund Management heeft als beleggingsinstelling de morele plicht om maatschappelijk verantwoord te opereren. Vanuit onze maatschappelijke verantwoordelijkheid beleggen wij niet in ondernemingen die stelselmatig overtredingen plegen op gebied van mensenrechten, arbeidsvoorwaarden, milieu en anticorruptie. Hierom hebben wij ons via onze moeder Optimix Vermogensbeheer N.V. aangesloten bij de [United Nations Global Compact](#). Om deze maatschappelijke verantwoordelijkheid te onderstrepen, heeft Optimix Vermogensbeheer N.V. de [UN Principles for Responsible Investment](#) ondertekend.

Duurzaamheid Rating

Morningstar Duurzaamheid Rangschikking 
 Morningstar Duurzaamheid Rangschikking % Top-2%



Outperformance vs. referentie-index (AMX) in zowel goede als slechte tijden

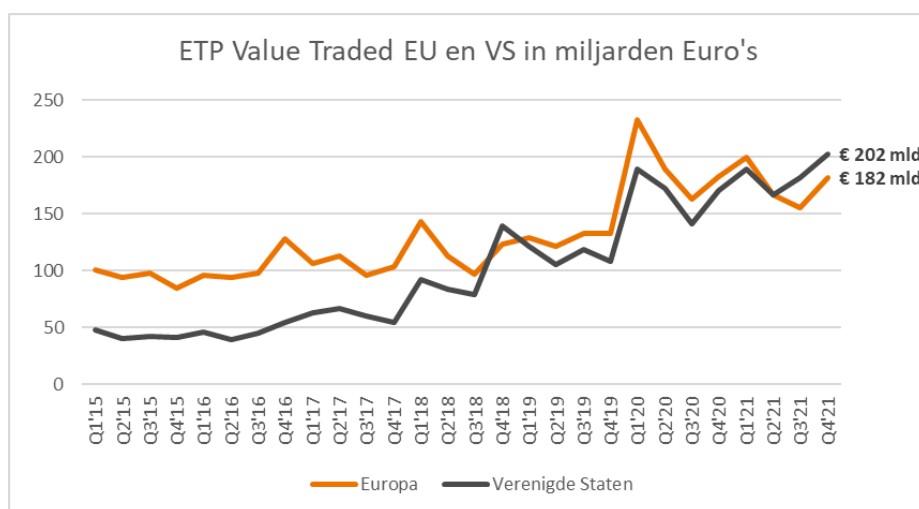


Flow Traders ziet voldoende kansen en gaat meer kapitaal vrijmaken voor groei

Flow Traders speelt sinds 2015 een prominente rol in de portefeuille van Add Value Fund. De fintech onderneming met inmiddels ruim 600 werknemers, waarvan 40% zich bezighoudt met technologie, is Europees marktleider als liquiditeitsverschaffer van *Exchange Traded Products* (ETPs). Daarnaast heeft het in verschillende nichemarkten een nummer 1 of top-3 positie in de wereld. Daarin concurreert het met grote Amerikaanse *market makers* zoals Jane Street, Citadel, Jump Trading, DRW en Susquehanna.

Flow Traders vervult als *authorised participant* en *liquidity provider* een belangrijke rol in het financiële ecosysteem. Door het continu afgeven van bied- en laatprijzen met hele kleine spreads kunnen particuliere en professionele beleggers altijd, zowel op de beurs als buiten de beurs om, ETPs aan- en verkopen. Door de komst van Flow Traders en andere marktpartijen zijn de bied-laatspreads van veel ETPs de afgelopen jaren enorm verkleind. Daardoor zijn de kosten voor beleggers significant gedaald. De kracht van Flow Traders komt vooral naar boven tijdens onrustige periodes op de beurs, zoals nu, wanneer liquiditeit op en buiten de beurs het hardst nodig is.

Flow Traders rapporteerde prima cijfers over het vierde kwartaal van 2021. Op basis van de netto handelsinkomsten (€ 80 mln) was dit het op een na beste vierde kwartaal ooit. De onderneming handelde in Amerika in een recordaantal ETP-producten (€ 202 miljard), waarmee de handel in deze producten voor het tweede kwartaal op rij hoger lag dan in Europa.



Bron: Flow Traders

Ondanks de hogere verhandelde waarde in Amerika werd daar slechts 10% van de totale netto handelsinkomsten in het kwartaal behaald (€ 8,1 miljoen). De handelsinkomsten in deze zeer competitieve Amerikaanse markt zijn erg volatiel en de marges zijn lager tijdens rustige periodes op de beurs. Daarnaast is Flow Traders bezig haar marktpositie, nu slechts circa 2% marktaandeel, in Amerika sterk uit te breiden. Om marktaandeel te winnen wordt er gehandeld tegen scherpere prijzen en dus lagere marges.

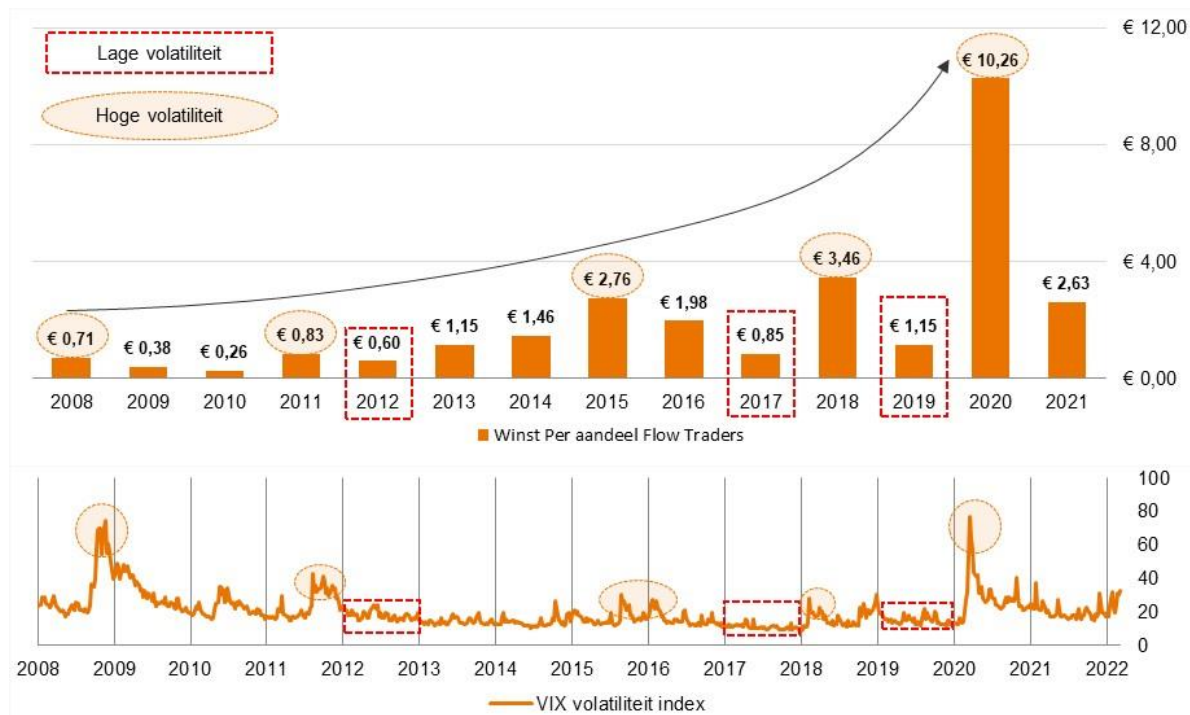
De resultaten in Amerika stelde de markt teleur en samen met een verlaging van de dividend *pay-out* ratio reageerde de beurskoers negatief op de cijfers. Als lange termijn aandeelhouder kijken we echter met meer interesse naar het grotere plaatje. Uit de begeleidende tekst van het management bleek dat de lange- en middellange termijn groeitrends beter zijn dan ooit tevoren. Waarom zullen wij hieronder nader toelichten.

In 2021 groeide de voor Flow Traders belangrijke ETP-markt van een beheerd vermogen van € 6.422 miljard eind 2020 naar € 9.030 miljard eind 2021. De toename van ruim 40% was te danken aan koerswinsten en een record aan netto instroom van nieuw kapitaal. Vergeleken met het volatiele COVID-jaar 2020 nam de totale verhandelde waarde in ETPs toe met 5%. Met het fors hogere beheerd vermogen is in 2021 de basis gelegd voor een structurele toename van de handel in ETPs. Immers, wanneer de volatiliteit op de financiële markten toeneemt zal dat de omloopsnelheid van het totale beheerd vermogen doen stijgen waardoor de verhandelde waarde en de marges weer zullen toenemen.

Marktleider Blackrock verwacht overigens dat het beheerd vermogen van de ETP-markt de komende jaren met 50% zal gaan groeien van € 9.000 miljard in 2021 naar € 13.500 miljard in 2025.

In de sterk groeiende ETP-markt wist Flow Traders ook verder te groeien, zo werd er een record aan ETP-waarde verhandeld. Daarnaast wist het 25% meer tegenpartijen aan te sluiten, handelde het in meer verschillende ETPs en op meer platformen. Het toegenomen aantal tegenpartijen, aangesloten platformen en ETP-producten vormen een stevige basis voor goede resultaten voor de komende jaren.

De diversificatiestrategie van Flow Traders begint nu echt haar vruchten af te werpen; de nettowinst ligt in zowel gunstige als minder gunstige marktomstandigheden veel hoger dan in het verleden (zie grafiek hieronder). Dit heeft geresulteerd in hogere piek- en bodemwinsten. De recordwinst van 2020 (€ 422 mln) overtrof ruimschoots het vorige record uit 2018 (€ 161 mln). En het minder goede jaar 2017 (€ 40 mln) overtrof weer ruimschoots 2012 (€ 28 mln). In 2021, een normaal tot goed jaar, realiseerde Flow Traders een nettowinst van € 115 mln.

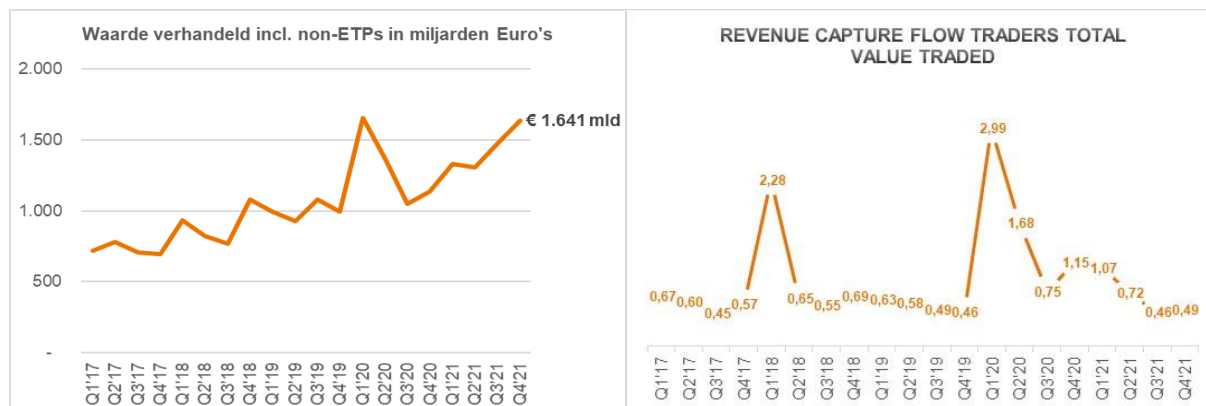


Bron: Flow Traders en Datastream

Doordat steeds meer institutionele beleggers cryptovaluta zijn gaan accepteren nam deze markt in 2021 een enorme vlucht. De marktwaarde van alle cryptomunten bij elkaar steeg op het hoogtepunt tot bijna \$ 3.000 miljard. Er werden verschillende ETP-producten gelanceerd en Amerika zag de eerste Bitcoin future ETF gelanceerd worden. Flow Traders is erbij gebaat dat steeds meer beleggers toegang hebben tot gereguleerde cryptoproducten. In Europa is Flow Traders met een marktaandeel van circa 45% marktleider in crypto-ETPs.

Een ander speerpunt van de diversificatiestrategie van Flow Traders is de handel in obligaties, traditioneel nog een 'ouderwetse markt' die telefonisch verloopt via brokers en banken. In 2021 maakte Flow Traders flinke stappen voorwaarts om deze markt binnen te treden. Zo werd Flow Traders in het derde kwartaal officieel liquiditeitsverschaffer in meer dan 8.000 verschillende obligaties. In sommige segmenten van de obligatiehandel wordt nu al meer dan 70% via verschillende platformen elektronisch verhandeld, wat een enorm voordeel is voor fintech ondernemingen zoals Flow Traders. Het momentum van de elektronische obligatiehandel zal de komende jaren significant toenemen. De handelsinkomsten uit obligaties leidde in het vierde kwartaal nog niet tot het gewenste effect. De focus op het winnen van marktaandeel, de lage volatiliteit en de lage volumes speelde de onderneming parten. Met de sterk oplopende rentes, grotere spreads en hogere volumes is het jaar 2022 in ieder geval goed begonnen.

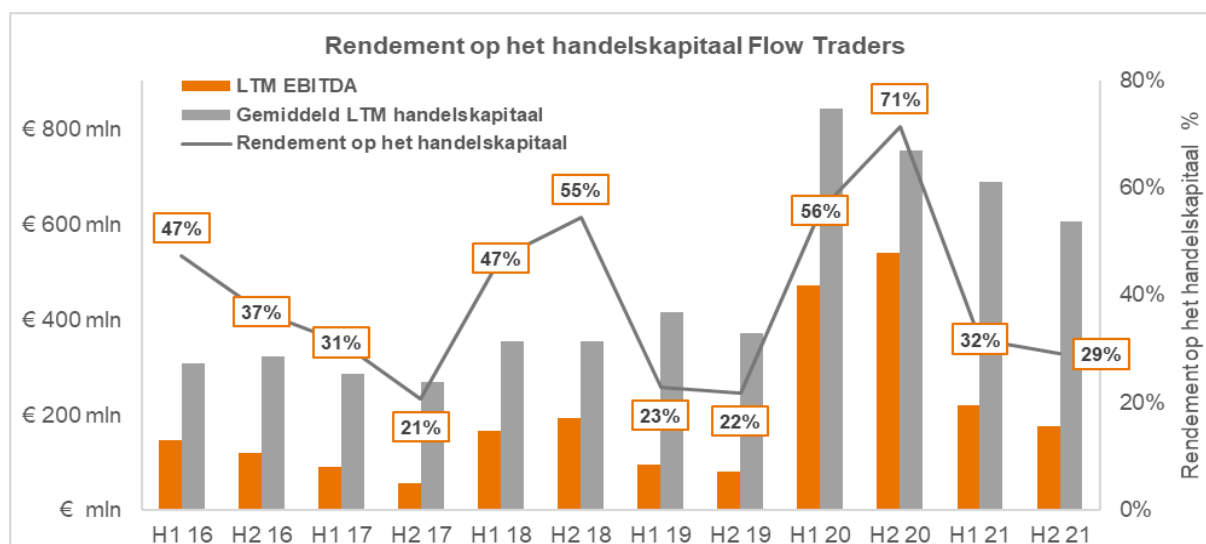
Met de ingezette diversificatiestrategie maakt Flow Traders de afgelopen jaren een transformatie door, van een *market maker* puur gericht op de ETP-markt naar een *one-stop shop* voor liquiditeit in verschillende *asset classes* en onderliggende waarden. De traditionele *key performance indicators* geven dan ook een wat vertekend beeld over de financiële prestaties van de onderneming. Door te kijken naar de totale verhandelde waarde inclusief *non-ETPs* krijgen we een beter beeld. In onderstaande grafiek zien we dan ook een mooie opgaande trend van de verhandelde waarde. De *revenue capture*, een indicator voor de behaalde marge, blijft redelijk stabiel tussen de 0,45 en 0,60 basispunten met fors hogere marges tijdens gunstige marktomstandigheden zoals in 2018 en 2020.



Bron: Flow Traders en berekeningen AVF. Revenue capture wordt berekend door de totale handelsinkomsten in een kwartaal te delen door de verhandelde waarde in het kwartaal (in dit geval inclusief non-ETP verhandelde waarde)

Een verassing was de verlaging van de dividend *pay-out ratio* van normaliter rond de 70% naar 51% van de winst in 2021. Flow Traders ziet veel kansen en wil een groter gedeelte van de winst inhouden om het handelskapitaal te verruimen. Wij juichen dit toe zolang Flow Traders hoge rendementen blijft behalen op hun handelskapitaal en de nettowinst doet toenemen.

Wij zullen dan ook scherp in de gaten houden dat een hoger handelskapitaal ook daadwerkelijk leidt tot hogere handelsresultaten. Wij verwachten dat dit een van de speerpunten zal zijn in de komende periode van de nieuwe CFO, Mike Kuehnel. Als blijk van vertrouwen heeft hij recentelijk 25.000 aandelen Flow Traders aangekocht tegen € 31,77 per aandeel. Flow Traders heeft in ieder geval een sterk *track record* opgebouwd met een hoog rendement op het handelskapitaal van tussen de 20% en 70%.



Bron: Flow Traders en berekeningen AVF. LTM = laatste twaalf maanden

Met het aantreden van de nieuwe CFO kijkt Flow Traders ook naar de financiering van het handelskapitaal. Op dit moment is dat grotendeels gefinancierd uit het eigen vermogen. Er wordt niet uitgesloten dat in de toekomst een deel van het handelskapitaal gefinancierd zal gaan worden door het aantrekken van vreemd vermogen.

Flow Traders is nu zeer conservatief gefinancierd en heeft geen schulden. Concurrent Virtu heeft bijvoorbeeld wel schuld op de balans staan en is hierdoor in staat flexibeler in te spelen op veranderingen in de markt. Virtu had eind 2021 1,4x het brutobedrijfsresultaat (EBITDA) aan schuld op de balans staan en heeft daarmee bijna driekwart van haar handelskapitaal gefinancierd met vreemd vermogen.

Een ander vlak waarop de nieuwe CFO een prominente rol lijkt te spelen is in het promoten en actief sturen van het hele ecosysteem rond ETPs, crypto's en obligaties. Voor Flow Traders is het belangrijk dat het marktaandeel van elektronische handel (met name voor de obligatiemarkt) en de transparantie in de financiële markten toeneemt. Flow Traders probeert dit actief te bevorderen door belangen te nemen in verschillende *start-ups* die nieuwe handelsplatformen en technologieën creëren die zorgen voor betere en een snellere beschikbaarheid van handelsdata in de markt. In 2021 investeerde Flow Traders een bedrag van € 5,4 miljoen in verschillende initiatieven (zie hieronder).



Flow Traders heeft naar onze mening een uitstekend jaar gehad, waarbij het dankzij een grotere schaal een steeds belangrijker rol in het financiële ecosysteem is gaan spelen. Met de diversificatiestrategie en de alsmaar groeiende ETP-markt is de onderneming goed op weg om continu, zowel in gunstige als in minder gunstige marktomstandigheden, haar verdien capaciteit te vergroten en marktpositie te verbeteren.

Een lagere dividend *pay-out* ratio met als doel om meer in toekomstige groei te investeren kan dan ook alleen maar als positief worden gezien. Daarom blijft Flow Traders een prominente rol spelen in onze portefeuille. Enerzijds fungeert de participatie als defensieve waarde in neergaande markten. En anderzijds is de kwaliteitsonderneming actief in een aantrekkelijke groeiemarkt met hoge winstmarges en rendementen op het geïnvesteerd kapitaal. Daarnaast blijft de waardering van het aandeel onzes inziens ver achter bij wat je mag verwachten van een ijzersterk gefinancierde fintech onderneming die door de cycli heen een heel fraai *track record* heeft opgebouwd.

Sinds de beursgang in 2015 heeft Flow Traders in totaal € 14,50 per aandeel aan dividenden uitgekeerd, ofwel bijna 50% van de huidige beurskoers. Ondanks dat Flow Traders haar dividend *pay-out* ratio heeft verlaagd naar 50%, is het dividendrendement van 4,4% op basis van het afgelopen jaar (totaal € 1,35 per aandeel) nog steeds zeer aantrekkelijk.

Uitgaande van conservatieve aannames van een gemiddelde winstgevendheid van € 0,65 per aandeel per kwartaal, verwachten wij dat in 2022 circa € 2,60 per aandeel wordt verdiend. Tegen de huidige beurskoers wordt daarmee slechts 11,8x de genormaliseerde winst betaald. Uitgaande van een gemiddelde *pay-out* ratio van 50% bedraagt het dividendrendement in dit scenario 4,2%.

Vooruitzichten

Het sentiment op de financiële markten verslechterde sinds eind februari. De oorlog in Oekraïne, sterke stijgende energie- en grondstofprijzen zorgde voor een verkoopgolf en sterk dalende aandelenbeurzen. Hoelang de oorlog de financiële markten nog in haar greep houdt, is moeilijk te voorspellen.

Wat we wel weten is dat onze participaties er anno 2022 qua financiële slagkracht, concurrentievermogen en innovatiekracht, beter voor staan dan ooit tevoren.

Daarnaast hebben onze participaties geen of zeer beperkte directe blootstelling naar Rusland en/of Oekraïne. Wij verwachten daarom geen significante directe negatieve invloed op de bedrijfsresultaten van onze participaties. De indirecte gevolgen en neveneffecten zijn in dit stadium nog niet in te schatten. Wij zijn van mening dat we onze winsttaxaties op dit moment niet hoeven aan te passen. Voornamelijk gaan wij ervan uit dat de gewogen winstgroei van onze portefeuille in 2022 tenminste 10% zal bedragen. Wij hanteren daarbij conservatieve aannames.

Tevens zijn onze participaties, ondanks de sterk gestegen inkoopkosten, goed in staat gebleken om de brutomarges op peil te houden of zelfs te verhogen. Onze participaties hebben een hele sterke marktpositie en kunnen daardoor makkelijker prijsstijgingen doorberekenen aan hun eindklanten. Daarnaast blijven onze participaties volop investeren en innoveren om hun concurrentievoorsprong te behouden of te doen vergroten. Een innovatief, uniek en zeer winstgevend bedrijfsmodel is dan ook de beste bescherming tegen oplopende inflatie.

“Winstgroei, rente en sentiment bepalen het rendement”

Op basis van onze winst- en dividendtaxaties noteert de portefeuille momenteel een gewogen K/W-verhouding 2022 van 15,3 en een gewogen dividendrendement van 3,5%. En de zogenaamde *earnings yield*, winst per aandeel Add Value Fund delen door beurskoers, bedraagt ruim 6,5%.

In het licht van de sterke winstgroeivooruitzichten en de negatieve reële rentes is dat nog steeds een zeer aantrekkelijke risicopremie.

Ook voor de middellange termijn blijven wij uitermate positief gestemd over het winst- en groeipotentieel van onze participaties, zowel organisch als via winstgevendende acquisities. Onze participaties liggen goed op koers om hun middellange termijn doelstellingen te realiseren of zelfs te overtreffen.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,



Hilco Wiersma (1977)

Fund Manager & Managing Partner sinds 2007



Bastiaan Rogmans (1984)

Analist sinds 2018



Jordi Fierlings (1994)

Analist sinds 2021

Amsterdam, 11 maart 2022

Add Value Fund Management B.V. | Johannes Vermeerstraat 14 | 1071 DR Amsterdam

T: 020-5703057 | E: info@addvaluefund.nl | W: addvaluefund.nl